

加入 WTO 与中国金融深化

李 京 邵 玲

一、金融抑制及其在中国的表现

美国学者麦金农在其具有开创性的著作《经济发展中的货币与资本》中首次提出了“金融抑制”这个概念,由此引申,从全新的角度为广大发展中国家普遍存在的经济发展难题开出了处方。而在中国,由于金融制度的现状在相当程度上与金融抑制概念所描述的基本要素相吻合,因此用金融抑制来概括中国金融运行中存在的部分问题是具有合理性的。

“金融抑制论”认为,发展中国家的经济结构往往呈现出一种“破裂”特征。在这样的经济结构中,经济主体相互隔绝,它们所面对的生产要素和产品的价格各有不同,所拥有的技术禀赋也不一样,投资所得的回报率也参差不齐,并且没有一种现存的市场机制使得这种差异趋于消失。简言之,市场是“不完全”的。作为不完全市场的牺牲品,大量的小规模经济主体被排斥在有组织的金融市场之外。它们惟一的融资渠道即是自身的资本积累,即“自源融资”。这种融资方式的缺陷在于,融资人需要一个长时期的资本积累过程。在此过程之中,资本积累的速度和意愿程度会受到一些外来干扰因素的影响。特别是投资者采用货币形式积累财富时,作为资本积累表现形式的实际现金余额会受到来自其收益率变化的冲击。这种收益率体现为存款的名义利率和预期的通货膨胀率之差,二者之一发生变化,都必然会对投资者的投资热情造成影响。在这点上,麦金农持一种与主流经济学派相反的观点,即认为在发展中国家

家的经济背景下,实际现金余额与实质资产是一种互补关系,而不是替代关系。这一结论的得出与他的内源融资假设有直接关系。随后麦金农得出了一个结论:发展中国家之所以经济落后,原因就在于名义利率被人为地压低了。当恶性通货膨胀发生时,这种利率管制会使实际利率不时成为负数,而负实际利率对债权人来说无疑是一巨大的财产损失。这样的话他们会减少其储蓄,使得资金的供需缺口进一步扩大。解决问题的办法即是通过金融市场的自由化来使利率适当反映资本的稀缺程度,并且充分抵消通货膨胀贴水,以使实际利率水平始终维持在一个正常的合理水平上。这样的话,金融资源才会得到最充分有效的配置,从此以后,发展中国家才有可能具备条件进入经济发展的良性循环。

金融抑制现象所描述的部分经济运行特征及内生机制在当前的中国金融制度内确实存在。其中某些方面如利率的非自由化还表现得相当突出,除此以外还存在另外一些具有“中国特色”的金融抑制现象,不能不引起我们的足够重视。

官定利率与市场利率的脱节。我国的各项利率水平,包括从基准的中央银行再贴现利率到商业银行的存贷款利率都是由中央银行根据其利率政策事先制定好了的,因此利率政策目标合理与否直接关系到官定利率与市场利率的贴近程度。但从总体上来看,我国的利率政策目标缺乏一个通盘的策划和整体的设想,表现出一定程度的短期性。在诸多决定利率政策目标的因素之中决策

当局最为重视的是调节利益分配和盯住通货膨胀,特别是着重考虑如何减轻国有企业的利息负担。因而实质上是把利率政策当作财政手段来使用,而对利率杠杆的资源配置职能一直认识不足。此外,我国利率政策的调整主要是依靠行政手段而不是经济手段。中央银行一揽子制定各项存贷款利率,各级金融机构也只有统一执行这种强加的利率水平,自主确定利率的权限范围十分狭小。僵化的生成机制使得这种自上而下决定的利率水平很难依照资金市场上的供需变化进行及时有效的调整。在改革以来二十多年时间里,大多数情况下是官定利率水平均低于市场均衡利率水平,从而造成了持续的资金供需缺口。中央银行为了填补这个缺口不得不求助于信贷配给,而信贷配给本身又会带来了一系列的诸如资源配置效率低下和寻租活动盛行等问题。

信贷市场上广泛存在的歧视,将广大中小民营企业排斥在融资市场之外。长期以来我国金融部门的“重国有,轻民营”的思想根深蒂固。究其根源,国有企业与国有金融部门的相同所有权结构是主要原因,反正钱是从左手换到右手,感觉上不会吃亏。还有民营企业融资中的巨大违约风险及其高额的信息收集费用阻碍了金融部门的贷款热情。除此之外,在相当长的一段时间内,对非国有部门贷款还意味着要承担相当的政治风险。最后,国有金融机构的利润约束软化往往使之呈现出明显的风险规避特征。即使是在面对高额的获利机会时,国有金融机构还是把信贷资金的安全性放在首要的位置,而把贷款投向国有企业无疑在形式上是最“安全”的。认识上的偏执和制度上的诱导使得在中国金融体系内二级价格歧视得以长期存在。非国有企业仅仅因为“出身”不好就要被迫面对不同的贷款条件。更为严重的是,非国有部门不仅要面对较高的利率约束,同时还要面对贷款总额限制。长期以来金融机构对非国有企业发放的贷款总额很难取得实质性的突破。这些都使得非国有企业的对外融资需求受到很大的抑制。使事态进一步恶化的因素还有,二级价格歧视的存在为寻租活动培育了温床,而租金的净漏出则进一步减少了宝贵的信贷资源,从而使得中小企业的融资更加困难。

金融体系的高度部门垄断阻碍了资金的自由流动和价格的自发作用。多年来在中国,面向非

国有企业的资本市场的发展一直受到严重抑制,而在货币市场上长期也只有国有金融机构“一枝独秀”。居民被迫将大量的储蓄刚性地存放在效率低下的国有银行,而生产厂商一旦有了融资需求,也只有向国有银行寻求资金支持。这种单一的融资结构带来的后果即是间接融资在融资总量的比例一直居高不下。而银行业的风险高度集中会迫使监管当局不得不采取严厉的金融管制措施,以防金融系统的崩溃对整个国民经济带来毁灭性打击。资金只能在国有金融机构和国有企业之间低效循环,而这种资源的低效重复运动是以大量的坏账损失和畸形的资金价格作为社会成本的。处在政府的过分保护之下,我们很难指望这些国有部门会有什么内在的改革愿望产生。同时这种体制改革惰性也使得这种金融资源的恶性循环得以继续下去。

二、WTO 与金融深化

中国对加入 WTO 的向往由来已久。在众人看来,WTO 意味着更多的出口收入和更廉价的进口产品与服务。其实 WTO 所包含的内容远远不止这些,届时正面和负面影响都会到来,而作为主要正面效应的金融深化效应则是我们要讨论的重点。

金融开放对利率市场化的影响。我们知道,西方的金融业已经步入其发展的成熟期,在各个方面都是按照一套成熟的市场准则来进行运作的。可以预见,当中国金融业的对外开放进一步扩展之后(这其中包括外资金融机构布点的增加,经营业务范围的扩大,以及业务纵深的发展),由外资金融机构引入的全新的弹性利率决定机制必会对国有金融机构产生较大触动。如果旧有的对国有金融机构的利率束缚不消除,如果不赋予国有银行更多的针对市场供需变化的反应自主权,则国有金融机构必将在新一轮的激烈竞争之中处于劣势,随之而来的利润减少和市场份额缩小会促使国有金融机构呼吁取消利率管制。政府如欲加以压制,会发现其管制的难度和成本会不断加大。而在管制的背后,整个社会所承担的福利损失也在不断增加。在这场政府和市场的动态博弈中,市场的先动优势必将使得形势发生向利率自由化的转变。由此可见,一旦金融业的大门对外敞开,则利率市场化将是大势所趋。

金融开放会有利于中国金融市场融资主体的增加。那些具有较高利润率的非国有中小企业将

是利率自由化的直接受益者。较高的利息成本承受水平使之能够区别于以往的那些靠“关系”而获得大量信贷资金的低效国有企业。而外资金融机构成熟的信用评估机制,丰富的风险甄别技巧以及完善的贷款发放流程则使得这种区别得以在经济意义上实现。过去的高风险约束将不复存在,只要提供足够高的利息回报率以抵消其风险贴水,敢于冒险的投资者总是存在的。我们应该看到非国有中小企业融资问题得到解决的重大实际意义。在短期内,融资需求的满足会便利其投资规模的扩大从而对总需求会产生直接的扩张效应。在长期内,非国有企业的发展会有助于我国经济所有制布局的调整,有助于市场化改革进程的加快,有助于整体国民经济素质的提高。非国有企业的发展还将在吸纳劳动力方面为国有企业的改革创造必要条件。由此可见,将非国有企业融入金融大循环之中其意义是深远的。除此以外,风险和收益的高度对应关系也将有益于我国高科技事业的发展。在充满机遇与挑战的风险投资市场上,外资金融机构会利用其丰富的融资经验充当投资中介人的角色,积极地为风险基金和高科技产业牵线搭桥。

外资银行的市场进入将导致金融业竞争的加剧。长期以来,中国国有金融部门的“皇帝女儿不愁嫁”的心态一直存在。依赖其国有招牌,依赖其巨大的行政垄断力量,国有金融体系一贯表现出明显的改革惰性。在这背后产权不明是重要原因之一,而缺少强大的外来竞争压力也是重要的潜在因素。我们过去的改革设计曾指望现代股份制银行的市场引入能够带来一个活跃的金融市场,并给国有银行以必要的竞争刺激。但是事实却告诉我们这种想法未免过于简单,我们低估了行政因素在中国金融业游戏规则中所起的关键作用,低估了国有资本对提供储户资产保护方面的巨大信誉优势,高估了新建股份制银行重新划分既有市场份额的能力。而造成估计偏差的原因是:一方面这些新兴银行大多同样面临产权不明,激励不足的问题。另一方面更为重要的是,过去形成的国有企业和国有银行之间的“共栖”关系难以在短时期内被打破,难打破的还有广大居民对于国有银行“安全性”的固执偏好。但是所有这些阻碍中小股份制银行发展的因素在外资金融机构大规模进入之后都有望得到实质性的改变。在负债业

务方面,外资金融机构不但在利率价格上占有绝对优势,更在服务质量、业务品种、金融创新以及工作效率方面和中资银行也存在较大的差距。这点已为早期被允许在华开办人民币业务的几家西方银行的业绩所证明。以前国有银行所依赖的“国有招牌”会逐步失去其吸引力,因为外资银行雄厚的资本、响亮的声誉完全能够提供一个国家资本对储户资产保护的替代品。而对于居民来说在充分的选择之后,理性会促使他们把部分储蓄存款转存往外资银行。在资产业务方面,除了具备对中小企业进行融资的长项之外,外资银行还能依托其熟练的中间业务技巧,以“捆绑服务”的方式向贷款企业提供从理财顾问到业务策划等一系列技术支持。这些项目都无形之中增加了其服务的含金量,更何况能够得到外资银行的信用额度对于企业自身的信誉树立来说也会发挥重要影响。这种巨大的宣传效应会使企业在以后的业务拓展中受益匪浅。因此那些渴望业务发展的企业会对外资银行表示出强烈的贷款愿望将是预料之中的事。

金融开放会加快央行货币政策的转变。我们注意到,金融业竞争带来的好处不仅仅由储户和投资人进行分享,中国金融体制改革本身也会受到其正面影响。上面已粗略分析了外来竞争力量可能会对商业银行体系带来的冲击。除此以外,对于中央银行来说,外资银行的进入将促使其改变货币政策的操作。过去简单的信贷控制由于对外资银行将失去效力,从而必须转向以间接调控为特征的其他政策工具上来。在新的由外来因素刺激产生的货币政策传导途径中,市场将取代行政指令而成为政策传输介质。而这种替代本身也是与市场经济改革的内涵相一致的。此外对于中国金融市场的发展来讲,外资银行预计将在金融产品的丰富、市场主体的增加以及交易过程的规范上作出相应的贡献。通过上述三条途径,外来竞争的加入会使中国金融市场无论在深度和广度上都比过去有所改善。反过来日渐成熟的金融市场又会为间接调控提供一个发挥作用的舞台。金融市场的发展与中央银行货币政策的改进是相辅相成的,而在二者进步的背后我们都将看到外来推动力量的影子。

(作者单位:厦门大学财经系 陕西财经学院金融系
责任编辑:吴振华)